

基軸通貨国の対外短期債務残高

著者	藤川 昌弘
出版者	法政大学経済学部学会
雑誌名	経済志林
巻	67
号	1
ページ	89-119
発行年	1999-07-30
URL	http://hdl.handle.net/10114/1095

基軸通貨国の対外短期債務残高

藤 川 昌 弘

目 次

1. 金利の期間構造
2. 満期変換
3. 国際的金融仲介
4. 需要に応じたドル残高
5. 基軸通貨国の基礎収支
6. 共通性
7. 『マクミラン報告』のボンド残高
8. 長期資本輸出の直接推計
9. 組合せの可能性
10. 対外短期債務残高の安定性

1. 金利の期間構造

いま、支払不能の危険と取引費用のない短期・長期2種類の割引債を考え、両者の間で裁定取引が可能である状況を仮定しよう⁽¹⁾。「短期」を今期限りの期間とし、「長期」を今期と来期にまたがる期間とする。短期での資産運用を選好する投資家にとって、短期債は確実な資産であるが、長期債での運用にはリスクが伴う。短期債の市場価格と今期末における価格（＝償還価格）が所与である限り、短期債からの収益率（＝短期金利）は確実であるが、長期債での短期の運用の場合には、今期末における長期債の市場価格が予想に留まるので、そこからの収益率は不確実となるからである。他方、長期での運用を選好する投資家にとっては、長期債は確実な

資産であるが、短期債での運用にはリスクが伴う。長期債の市場価格と来期末における価格（＝償還価格）が所与である限り、長期債からの収益率（＝長期金利）は確実であるが、短期債での長期の運用の場合には、来期の短期金利が予想に留まるので、そこからの収益率は不確実となるからである。危険中立的な投資家を仮定して裁定取引が完全に行われるとした場合、計画運用期間の長・短いずれの側からみても、今期の長期金利は今期の短期金利と来期（以降）の予想短期金利との平均値に近似的に等しくなる。よく知られている通り、これが金利の期間構造に関する——ごく単純化された形で——期待仮説の主張であった。そこで短期金利の先行き上昇予想がある場合には、今期の長期金利は今期の短期金利よりも高いが、短期金利の先行き下落予想がある場合には、いわゆる「長短金利の逆転」が生じて当然だということになる。

ところが、資産選択理論でよく採用されるように危険回避的な投資家を仮定した場合には、期間構造は異なってくる。短期での資産運用を愛好する投資家にとって、上述のように長期債での運用にはリスクが伴うので、それと短期債での運用とが無差別であるためには、長期債からの収益率が短期債からの収益率を上回るのでなければならない。長期金利は短期金利に比べて、期待仮説が主張する水準よりも「リスク・プレミアム」の分だけ高くなる。しばしば持たれてきた通念のように、短期での資産運用を愛好する投資家が金融市場の大勢を占めていると見うるのであれば、短期金利の先行き不変予想がある場合でも、長期金利は短期金利より高いことになろう。だが現実には、保険会社など長期での運用を愛好する投資家もいる。かれらにとっては、上述のように短期債での運用はリスクを伴うので回避したいばかりか、確実な資産としての長期債からの収益率のほうが短期債の収益率より高いという状況が支配的であるのならば、当然にも長期債選好が過重されざるをえない。この動きは短期金利を上昇させ、長期金利を下落させるはずである。それにもかかわらず期待仮説が主張する関係への回帰が完成しないとすれば、金融市場が満期の異なる資産ごとに分断

されているということになろう。つまり投資家の自由な裁定行動を制約する何らかの規制が働いているか、調達期間との関係で選好されるところの運用期間からのシフトをかれらに促すに足るだけの、十分なリスク・プレミアムが生じていない可能性があると考えてよい。前者は制度上の問題であって、自由化が進めば原則として解決可能になるはずである。

2. 満期変換

リスク・プレミアム仮説を一般化した特定期間選好仮説（または棲み分け仮説 preferred habitat hypothesis）が関わるのは、そのうちの後者の問題である。ここでは危険回避的な投資家が満期の異なる債券の一方を発行し他方を保有する、というような不整合（mismatch）の状況が可能になるかどうかという点にそくして、その主張を概観しておきたい。いま長期債の発行で資金を調達した投資家が、その運用方法を検討しているとしよう。かれが短期債での繰り返しの運用（＝転がし）によって、長期債発行のポジションに対するマッチングを図ったとすれば、来期の短期金利が予想に留まるので、そこからの収益率は不確定にならざるをえない。来期の短期金利が調達金利よりも高ければ利得があるとはいえ、もしその逆ならば損失を被るという意味で、これはリスクを伴う選択である。実際には転がしに伴う取引費用の負担を考慮しなければならないので、損失はもっと大きくなるであろう。この危険を回避するためには、所与の市場価格ならびに期末の償還価格をもち、収益率が確定している長期債での運用を選択する必要がある。つまり調達が長期なら、運用も長期でなければならない。同様にして、調達が短期なら運用も短期でなければならないことも、簡単に確かめられる。また運用期間の長短が所与であるならば、調達期間の長短をそれに対応させなければならないことも、容易に了解されるであろう。投資家が満期構成のミス・マッチを可能なかぎり回避しつつ、特定の期間ごとに分断された市場で取引を行うのであれば、金利は各期間に固

有の債券需給を反映して決まることになる。

銀行などの金融機関による「満期変換」の機能というのは、満期構成のミス・マッチをむしろ意図的に作り出すことによって、上述の限りでは分断された市場に限定されかねない資金の需要と供給とを、金融機関が効率的に仲介しようとする働きのことを指している。短期市場と長期市場が分断されていて、金利が前者で低く後者で高いというような場合、たとえば黒字主体としての家計が短期での運用を計画し、赤字主体としての企業が長期での調達を計画しているならば、銀行は家計に対して短期の間接証券を発行すると同時に企業からの長期の本源証券を保有し、自身の収益をあげることを通して両主体の計画をとともに実現可能にするのである。資金の動きにそくして銀行の側からいえば、短期借りと長期貸しの組み合わせである。もちろんかれらが仲介したからといって、金利変動のリスクがなくなるわけではない。新たに流動性リスクなどをも背負い込む。が、銀行は——運用にさいしての情報の収集・分析・蓄積の活動に明瞭に認められるように——独自の知識を通して取引費用を社会的に節約しつつ⁽²⁾、非金融部門の諸主体から引き受けたリスクをも専門的な技術を駆使して管理すべく努めていくわけであった。

3. 国際的金融仲介

「ドルと世界流動性——1つの少数意見」と題する E. デュプレ＝C. P. キンドゥルバーガー＝W. S. ソラントの論説が強調するのは、アメリカが他の諸国との間で上記のような金融仲介業務を国際的に営む世界バンカーにはかならない、とする観点であった（1966年2月発表、以下これを DKSS と略記する）⁽³⁾。すなわち言う。——第2次大戦後のアメリカは、経常収支の黒字を上回る資本流出（outflow）および対外援助を通して、流動的なドル資産を全世界に提供してきている。国際収支上それらは、外国の民間部門が保有する場合でさえアメリカ商務省の定義では「赤字」になるし、

外国の当局が民間から買い上げればベルンシュタイン委員会の定義する意味でも「赤字」になる。だが、この赤字は国際的な金融仲介業務の一環としての、つまり「長期貸し」と関連するところの「短期借り」を反映するものにほかならない。アメリカに比べて諸外国では、長期の投資資金を要する企業は所要額を調達できないか、またはより高い金利を支払わなければならないし、流動性を要する家計や商業銀行などの貯蓄主体はより低い預金金利しか受け取ることができない。流動性選好をめぐる両地域のこの相違は、長短金利格差の相違を生む。銀行が貸付けを行って預金記帳をした場合に赤字にはならないのと同様に、アメリカが長期で貸し短期で借里たからといって「不均衡」を表わす意味での赤字に陥ったことにはならない。比較生産費格差のある場合の貿易取引と同様に、この場合の両地域間の金融資産取引は双方に利益をもたらすが、とりわけ先進工業国および途上国をふくむ外部世界の成長にとってそれが不可欠の要素となっている点を看過すべきでない。要するに、アメリカの「赤字」として喧伝されているものは、「流動性交換または金融仲介の結果」にほかならず、金利引上げや資本移動規制の強化などによってそれを是正しようとする試みは、世界経済の成長を阻害し不成功に終るほかないであろう——これが DKS の基本的な考え方であった⁽⁴⁾。

アメリカの対外短期ドル債務について、かれらはお次のような例解をも挙げる。——ニューヨークに対する米国内他地域の短期債権が逐年増加し、州際収支 (balance of payment) が「赤字」を記録したからといって、同州の銀行による国内への貸付や証券投資が規制されるならば、およそ銀行業務など成り立ちえない。同様に、アメリカの金融セクターの支払収支 (balance of payment) をフェッドの加盟銀行だけでみることにしても、1947～64 年で流動負債 (要求払いおよび定期性の預金) の増加 116 パーセントに対して現金準備の増加は 8 パーセントにすぎないが、この——1260 億ドルを超える——負債増加を、懸念すべき累積「赤字」と見做す者など民間に居てよいはずもない。ヨーロッパの年間ドル保有成長額

は現在 15 億から 20 億ドル、将来はもっと増えるだろうが、急速に成長する世界を顧客の主要部分とするアメリカのような規模をもつ銀行であったならば、それは正常な拡張である。これを不健全かつ望ましからざる「不均衡」だと主張して、ドルに対する信認の動揺に結びつけるのは、国際的な金融仲介の意味を理解しえぬ人々の所業にすぎない。その中にはヨーロッパの政府役人やセントラル・バンカーも含まれるが、かれらは自分で自分の首を締めているのだ——このように敷衍するのである。そのさい DKS が繰り返し指摘するのは、アメリカの——「長期貸し」は無論のこと——「短期借り」をも、金融仲介のもう一方の構成要素（counterpart）として諸外国にとって不可欠の機能を果すという点であった。「アメリカの外国人に対する貸付けが、流動的なドル資産へと自身の貨幣を置き換える外国人によって相殺される程度において、同国は過大な投資を行ってきたのではなく、金融仲介サービスを供給してきたのだ」という主張も、この点との関連で提出されている。外国の貯蓄主体にとって、それは対外流動性はむろんのこと、国内流動性をも提供する意味をもつというのである⁽⁵⁾。

4. 需要に応じたドル残高

このような考え方の一つの特徴は、アメリカの対外短期ドル債務——つまりいわゆるドル残高の基本的な性格を、外国側のイニシアティブによる選択を通しての発生という側面で捉える点にある。上記約言の範囲でいえば、外国のほうが流動性選好が強く短期利子率がより低いために、アメリカの金融市場における流動的なドル資産が選択された——すなわちドル残高は、外国からの需要に応じて発生したのだと把握されることになっている。外国人が「流動的なドル資産へと自身の貨幣を置き換える（putting into）」という表現も、この点に対応する。別の箇所には「ヨーロッパの民間貯蓄主体が取引のために、またドルでの債務の部分的な差引勘定

(offset) として、……獲得したいと欲するであろう (will want to acquire) ドルの金額は増えることになろう」という叙述もある(強調線はともに引用者による)。需要の源泉として、短期での有利な運用ということ以外に、ドル残高の振替えによる決済が考えられていることは間違いない⁽⁶⁾。

「差引勘定」についての立ち入った説明はないが、その主要部分は、アメリカにおけるドル建て長期証券発行の手取り金(proceeds)から成っていたと考えてよいはずである。当時も一般にニューヨークなどの金融機関が内外の証券需給の出合いを仲介する引受け業者(underwriter)として機能する場合、外国の借手の側からすれば、以前の借入れの返済や利払いのためのものをふくむ積立て分が、必要に応じて手取り金を取り崩されるまでの滞留分と重なりながら——当該金融機関のもとで直接に、または他の金融機関を通して間接に——決済用等へと随時転換されうるところの同地などでの運用残高を構成するという関係があった。DKS型の喩えでいえば、銀行が企業などに対する資金の「長期貸し」を預金設定のかたちで行った場合、借手がそれを引当てにして小切手などでの支払を順次実行する過程では、銀行の「短期借り」が存続するわけだが、これは銀行からの借手の長期債務を部分的に相殺する意味をもつ。貸手と借手との非無名の^{あいた}で相対的な、そしてしばしば継続性を帯びた関係からいって、銀行の「短期借り」が企業などによって消尽されることはない⁽⁷⁾。長期資金の借入れがまずは企業などからの需要によって発生したのと同様に、またそのことと裏表の関係にあるものとして、この預金残高の基本性格も借手の側からの選択によるとみうるのだ——このように把握されるのである。外国の民間主体が自国通貨での流動性を欲する場合、原IMF協定第4条の規定のもとでは、各国通貨当局に対ドル・パリティ維持の義務があったために、結局は当局保有のドル残高が増大する(もちろんフランスなど一部ヨーロッパ当局の場合のように、アメリカ当局からの金引き出しが選好される場合には、この限りではない)。ちなみに、ドル以外の外国通貨がドルに対するパリティの上下1パーセントに維持されていたとしても、それら相

互間の変動可能幅は4パーセントの大きさになるので、この種の残高は、諸当局にとって望ましい対非ドル通貨レートを実現するうえでも、裁量の余地を広げる意味をもつ場合があった。

ドル残高の基本性格がこのように見做されるのであれば、その全額がアメリカ当局の公的準備資産によって裏付けられなければならぬ必要はない。上記約言の銀行業務の喩えでいっても、預金債務の増加率が現金準備の増加率を上回ったからといって、ただちに「不均衡」が生じたことにはならないわけである。銀行業務をめぐって抽象的に、「もし富の所有者が金融資産の保有を好まず、かれらがもっと“究極的な”支払手段と考えるとこのものを強く要求するならば、貯蓄は決して生産的な用途に向けられることはない」というかたちの一般論が提出されたのは、このコンテキストにおいてである。アメリカが果たしている国際的な金融仲介業務をめぐって、「事態が認識されるならば、外国中央銀行によるドルの金への交換請求は止むだろう……」という判断が強調されたのも、同じコンテキストにおいて「銀行が健全ならば厄介ごと^{トウゾク}は預金者の不合理から出てくる」と判断されたからにはほかならない⁽⁸⁾。DKSにとっては、もともと外国人が「取引のため」ないしは「差引勘定として」選択したドル残高が、その意に反していれば過剰に発行されることはないはずである。公的準備資産によって裏付けられざる部分は、一般に貯蓄が生産的な用途に向けられていること、具体的には国際的な金融仲介が効率的に実現されていることの証しとしての側面をさえ、持ちうるわけであった。

だが、DKS説にも問題はある。一例を挙げれば、すでに同説約言の当初に確認しておいたように、かれらにとってアメリカの「短期借り」は、基本的には「長期貸し」と関連する形で把握されていた。いうところの「経常収支の黒字を上回る資本流出および対外援助」を基礎収支の赤字と見做せば、ドル残高がほぼこれに対応して発生するという組立てになっていたのも、そのためである。ところが、国際収支表の構成からいえば、基礎収支赤字はドル残高の増加のみならず、これと公的資産減少との和から

短期債権増加を差し引いたものに等しい（ドル残高増加は基礎収支赤字・公的準備資産増加・短期債権増加の3者の和に等しい、といっても同じことである）。アメリカの金準備減少は、——「民間市場がドルの信認を保持している」にもかかわらず——預金者としての一部外国中央銀行の「不合理」からくるものと見做されたわけなので、ひとまずその変動を無視しておくとしても、アメリカの対外短期債権の増加に伴って生ずるドル残高部分が、DKSの議論においては明示的な考慮の対象になっていなかったのである。だが、たとえば基礎収支の有無や変動にかかわらず、あるいはそれが均衡していても、対外短期ドル債務の増減は生じうる。アメリカからの民間短資は、第3国間貿易ならびにドル資金調達のためのものをふくむ引受け信用（acceptance）や、企業の多国籍化に伴って進展したオープン勘定によるものなどを通して、また地域的にも様々な形態と異なった比重とで展開されただけでなく、金額的にもかなりの規模に上ったのだが、これに関連するアメリカの対外債務をも視野に入れてはじめて、単なる運転残高にとどまらぬドル残高の性格を検討する手掛かりが得られるといつてよいのである⁹⁾。

5. 基軸通貨国の基礎収支

そこで今、アメリカの対外短期債務残高を、1945年末・1958年末・1970年末の3時点について確認してみよう。それは①1946～58年期中に69億ドルから162億ドルへと約2.3倍強の増加をみせ、②1959～70年期中に162億ドルから418億ドルへと約2.6倍弱の増加を記録している（国際機関保有分を含む）。前期の増加93億ドルに対して、基礎収支の累積赤字は63億ドル、銀行短期資産の増加分が21億ドルであり、後期の増加256億ドルに対して、基礎収支の累積赤字は229億ドル、銀行短期資産の増加分が83億ドルであった。①②の両期とも、短期債務残高増加が基礎収支累積赤字と銀行短資増加の和に一致しないのは、他に若干の当局金等取引お

よび非銀行短資増加分があったためだが、ともに少額なので無視しよう。両期の数字を比較する限りでは、対外短期債務の内容に決定的な変質があったことを示唆するものはないようにみえる。短期負債総額の増加が短期資産総額の増加を上回る点でも、両期に大きな違いはない。ところが基礎収支赤字に着目しつつ、①の前期の場合にはそれが当時のドル不足を緩和し「黒字国に課せられた discipline を守る」ポジティブな意味をもったのに対して、②の後期の赤字は「アメリカの全短期資産をもってしてもドル残高をカバーしきれないという、いわば支払い不能の状態をひき起こした」と主張しつつ、そのように設定したものとしての両期の対照との関連において、ドル残高の性格を考えようというのが滝沢健三説である⁽¹⁰⁾。その基礎にあるのは、基軸通貨国の基礎収支赤字に対応する対外短期債務残高と、当該国の対外短期債権増加に伴って生ずる対外短期債務残高とを区別しなければならないという発想であった。

考察の基準となったのは、第一次世界大戦前のイギリスである。すなわち言う。——当時は「経常勘定の黒字の範囲内で長期投資を賄うという原則」が守られていたので、イングランド銀行の金保有高をはるかに上回るポンドの全世界に対する供給残高のほぼすべては、イギリスの短期資金供与で賄われたとみてよい。このポンドはイギリスの基礎収支赤字を支払うために振り出された不健全なものではなく、諸外国が取引の必要に応じて同国から短期資金を借り入れた結果として創出されたもので、過剰に発行されることはありえない。対外短期債務残高のうち、金の裏付け部分が低く、短期資本供与で作り出された部分の占める比率が高いほど望ましいといえるのは、「金の量には拘束されない自由な通貨供給のメカニズムが働いている」と考えられるからである。ところが第二次世界大戦後のアメリカは、基礎収支の均衡を通して「このメカニズムを健全な基盤の上に維持すること」に、結局は失敗した。外国人からのドル残高のうちアメリカの短期債権でカバーされない部分は、当初こそ金によってカバーされて余りある状態だったが、時を追っていずれによるもカバー不可能なものが増大

してしまった。ちなみに、先の 1945・58・70 各年末における金ストックのドル残高に対する割合は、順に 2.92, 1.27, 0.27 であり、米銀短資のドル残高に対する割合は順に、0.06, 0.16, 0.26 である。が、ドルの健全性を金保有高との比較だけで測るのは、対外債務が全額金の裏付けを要するという通貨主義的発想からの誤謬にすぎず、第一次世界大戦前の金とポンドの関係を正しく理解する途を閉ざす。一般的にいて基礎収支の均衡さえ保たれているならば、あるいは現実論としては黒字国の責務として許される限度を超えた基礎収支赤字さえ抑制されていたならば、金の流出もドル残高の減少を伴うのだし、0.27 というような金／ドル比率でさえも信認の動揺に結びつくことはなかったはずだ——ひとまずこれが滝沢説の要点だったと整理されてよい⁽¹¹⁾。

6. 共 通 性

基軸通貨国の基礎収支動向が国際通貨体制にとってもつ意味をめぐって、DKS・滝沢両説の間には明瞭な相違がある。これを手掛かりにすることで興味深い問題が提起されてくるのだが、そのための前提として、まず両者の共通性がどう把握されうるかを確認しておく必要がある。かれらの出発点とともに、ブレトンウッズ体制における国際的な流動性の供給メカニズム、ならびにそれに関連する対ドル信認問題をめぐって 1960 年前後から通説化しつつあった主張に対して、一貫した批判と有効な反撃とを展開したいという点にあった。1960 年というのは、R. トリフィンの有名な『金とドル危機』の刊行年であり、かつアメリカの対外ドル債務が貨幣用保有金を超えた最初の年にほかならない。いわゆるトリフィン・ディレンマに由来すると見られがちな通説的主張と、トリフィン自身の主張とは必ずしも同じではないが、自説を「少数意見」と呼ぶ DKS の整理によることにすれば、当時の多数意見の要点はひとまず次のようになる。——すなわち、①第 2 次世界大戦後の豊富な流動性は、新産金によるよりはアメリ

カの国際収支赤字で生み出された流動的ドル資産の増大によって、より多く供給されてきた。②外国人によるドルの蓄積が進み過ぎたため、それに対する信認の基礎が掘り崩されてしまったので、流動性の供給源として同国の赤字を利用することはもはや不可能である。③外国中央銀行によるドルの金への交換からくる流動性の「漸^{クリーピング・ディクライン}減」を止め、慌てふためいてドルから逃避しようとする動き（headlong flight from the dollar）の機先を制するためには、アメリカの赤字を是正しなければならない。④赤字が是正された暁には、世界準備の成長が不十分となるであろうから、それへの追加供給の新たな手段を計画する必要がある、というのであった⁽¹²⁾。

これが「多数意見」ならば、DKSは無論のこと滝沢説をもここに括することはできない。とくにDKSにおける第2次大戦後のドル残高を、滝沢説における第1次大戦前のポンド残高と対比した場合に、「少数意見」としての両説の共通性が浮かび上がりやすくなる。まず上記の①は事実に関するもので、多数意見・DKS・滝沢各説の間に大きな相違はない。だが②については、問題を基軸通貨国の対外短期債務による国際流動性供給の妥当性と限度の如何というかたちに直せば、その進行過剰が必然的にこれに対する諸外国からの信認動揺を惹き起こすとは考えない点で、DKS・滝沢両説は同様に少数派である。したがって③についても、——赤字についての意味の違いを②の場合と同様に無視すれば——無条件に是正の必要を認めるなどということは、両者ともにありえない。第2次大戦後のドル残高や第1次大戦前のポンド残高は、もともと外国からの需要に応じて発行されたものであって、全額が金等公的資産による裏付けを必要とはしないし、両者の差額は効率的な「金融仲介」または「自由な通貨供給」が国際的な規模で遂行されえていることの証しとしての側面をもちうる、それらはDKSの「不均衡」または滝沢説の「不健全」を意味しない——というのが、事実上両者に共通の考え方だったからである。

④の世界準備の追加についても、DKS・滝沢両説に違いはあるが、その距離はかれらと多数意見との距離ほど大きくはない。DKSにとっては

現に効率的な国際流動性供給の仕組みが存在するのだから、「弾力性の限られたあれこれの人工的な装置」など工夫する必要はない。「追加的な国際準備資産を創出する方法についての合意ができたからといって、次のような危険が——すなわち在来型の分析に影響されて“赤字”と考えるところのものを外国人が見てとった時にはいつでも、かれらはドルを金に換えたいだろうという危険が、必ずしもなくなるわけではない……」という点をDKSが強調するのも、このことに関わっていた⁽¹³⁾。やや異なって滝沢説の場合、第2次大戦後のドルについては、上記約言のように過剰発行の可能性と（ある時期以降の）現実性とが承認されたのだが、それは「国際通貨制度が固有の欠陥を持っていたからではなかった」とされる。しかるにトリフィン型の流動性ディレンマ論には、「大国アメリカのドルの信認喪失は世界に流動性を供給したことの必然的な結果だとしてそれを正当化するようなものがあった」ため、本来「赤字傾向に陥ったアメリカの国際収支を如何にして均衡させるべきかという形」で提出されるべきであった問題が、国際流動性の適正量や創出方法の如何という形にすり替えられてしまった、という批判が提出される⁽¹⁴⁾。こうしてDKS・滝沢両説とも、世界準備の追加問題に積極的な関心を払うことにはならないわけであった。

だが勿論、ともに少数派なるがゆえの両者の相違こそが、ここでの問題である。既述のようにDKSの場合、基礎収支赤字としての「長期貸し」も国際的金融仲介の一環として肯定されたのに対して、滝沢説にあっては、基軸通貨の価値維持と信認確保の観点からそれは明確な否定の対象となる。「短期借り」は「長期貸し」に関連するものとしてではなく、対外短期信用供与に対応する——DKSが明示的には取り上げなかった——ところのものに限定されなければならないという主張も、この観点から出てきたものにほかならない。つまり短期貸しの短期借りという主張である。一般に「基軸通貨国に短期借り長期貸しを禁ずること」が必要だとの強調は、その端的な表現である。じつは滝沢説の中には、DKSのいささか込み入っ

た議論を、「世界のバンカーとしてのアメリカはその短期債務の一部を当然長期貸出にまわしうるといふもの」という形に要約したうえで、「このような主張はいかなる環境のもとにおいても耐えられるような強い論理性は持っておらず、実際上ははなはだ危険の多い国際通貨の運営方法である」と断定しての批判が、論拠の十分な提示もないままに含まれることになっていた⁽¹⁵⁾。基軸通貨国の対外短期債務残高のどこまでが、価値と信託とを保持したまま発行されうるかという問題に対して、DKSの議論の組立てかたには、とくに現実の政策論として19世紀の通貨論争における銀行学派と同様の不備があったこと、これは否めない⁽¹⁶⁾。が、それは滝沢説のような要約と批判とに服すべきものだったのであろうか。共通性を持ちながらの両説の相違は、何故発生することになったのだろうか。考察の基準となったポンド残高に関する滝沢説への検討を手掛かりとして、この問題に接近してみよう。

7. 『マクミラン報告』のポンド残高

すでに確認したように、第1次世界大戦前の基軸通貨国イギリスの対外短期債務残高のほぼすべては、同国からの対外短期資金供与によって賄われていた——というのが滝沢説の把握であったが、果たしてそれは当時の実態だったのであろうか。イギリスの短資ポジションに関して滝沢説が依拠しているのは、第1次大戦を挟むロンドン市場の変貌をめぐる『金融及び産業に関する委員会報告書』——通称『マクミラン報告』（1931年6月）が与えた分析であった。たしかにそこには、滝沢説が引用するように「大戦まえロンドンのその他世界に対する短期ポジションは、おそらく十分にバランスしていたであろう」というような表現がある。が、別の箇所では当時の「わが国の流動的国際資産は……わが国の短期国際債務に少なくとも等しく、時にはそれを大幅に上回ると信じられていた」とか、「ロンドン……世界の対ロンドン“一覧払い”請求権を大きく上回る対世界

“一覧払い”請求権をもっていた」という叙述もある。短資収支に計数的な確認をとること自体、本来的な困難を伴うのだが、『報告』がそのバランスを戦前の事実として明言していたと断定することには、無理が伴わざるをえまい⁽¹⁷⁾。大戦後の1927年以降については、具体的な計数を挙げて「ロンドンの純債務」超過状態が指摘されており、それとの対照で上のような戦前に関する叙述が出てきたとみるのが自然であろう。ただし、そのさいの債務項目は「外国勘定でロンドンに保有される預金およびスターリング手形」のみであり、債権項目は「外国勘定で引き受けられたスターリング手形」のみである。前者について「外国系銀行自身によって保管されているスターリング手形」や、後者について「外国の金融中心地に対するイギリスの短期債権」などは、調査不能のため除外されている⁽¹⁸⁾。短期債務の中には——計数的な確認の困難は別にして——長期信用供与に伴って生じるものも含まれるはずだが、これに関する明示的な言及もない。

第1次大戦前の場合、「外国勘定で引き受けられたスターリング手形」のうちの金融手形は、後続の長期物の手取り金を引き当てにして短期物の形式を取ったにすぎぬいわゆる「予測的借入れ (anticipatory borrowing)」, ないし当初から更新を予定した事実上長期の信用供与にほかならぬものも稀でなく、景気的好況局面が中期から末期に向かい始めバンク・レートが上昇する時期——呼応して新規の海外資本発行が削減されるような場合に、それらが増大する傾向もしばしば認められるところであった。これは、W. A. ブラウンのモニュメンタルな研究『国際金本位再解釈』にいうところの、「国際貸付けにおける長期金融から短期金融へのシフトという大戦前のテクニク」の重要な一部をなす⁽¹⁹⁾。そこでかりに経常収支の黒字を上回る長期資本収支の赤字が存在したとし、それが削減されたような場合でも、事実上の対外与信は継続し、それに伴う対外短期債務もひとまず維持されることが可能となる。与信と受信のタイミングの如何によっては、短期債務の一時的な増大さえ生じうるであろう。このような場合に、基礎収支の赤字が解消されて（公的金準備の変動を調整したうえでの）短

期資本収支のバランスが出現することは、確かにありうる。だが、それは長期資本の変動ないし「シフト」の事態が視野にない滝沢説の想定するところのバランスとは、似て非なるものだといわなければなるまい。

もっとも、金融手形に纏わるこのような問題点は、同説固有のものというよりは、『報告』自身が「外国勘定でロンドンに保有される預金およびスターリング手形」の内実について、具体的な検討を加えていないことから同説へと生じてきた問題点である。が、『報告』の中には、第一次大戦前と比較した戦後のロンドン残高の変質と国際収支ポジションとの関連を検討した次のような部分が含まれていた。——戦後のロndonは「国際的引受業務およびこれに関連する預金からは区別されるべき国際的預金銀行業務」あるいは「国際的流動資金の預託所」としての業務を、戦前より大規模に行っており、その債務は「わが国の流動資産」（＝引受手形および輸出に利用されうる余剰の金）の2倍に達するほどかもしれない。しかもニューヨークも、同じ業務をより大規模に行っている。つまり「提供される金利の魅力に応じて、1つの貨幣市場から別の貨幣市場へとすぐに移動する資金」が大量に存在する。そこで国際的バランス・シートの純ポジションを制御する割引率上昇の機能は、戦前の場合「わが国の引受手形量の収縮を通ずる対外債権の回収」によって果たされていたのに対して、戦後は「海外からの短期資金の吸引を通ずる対外債務の増大」でもって部分的に果たされている。結局、「不安定な性格の短期外国資金を吸引することによってわが国の長期投資をファイナンスする（賄う）こと」の、かくて「より非流動的なポジションに落ち込むこと」の危険が、以前よりはるかに大きくなっているのだ、と⁽²⁰⁾。

この側面からすれば、基礎収支のバランス如何は必ずしも本質的な対照ではないはずである。ところが、関連して『報告』は、1924年～30年に関する「所得勘定 income account」と「ロンドン市場での新規海外発行」の数字を、その付録Ⅳ〔(1)および(2)〕として掲げていた（第1表参照）。1929年を除くすべての年において、前者の受取超過分を後者の新規発

第1表 『マクミラン報告』付録IV

(1) 連合王国所得勘定収支：1924～1930年

(単位：100万ポンド)

	1924年	1925年	1926年	1927年	1928年	1929年	1930年
商品および金銀地金の輸入超過	324	384	475	390	358	366	392
海外からの政府受取（純）	25*	11*	4	1	15	24	21
純海運料収入	140	124	120	140	130	130	105
海外投資純収入	220	250	285	285	270	270	235
短期利子と手数料の受取	60	60	60	63	65	65	55
他の源泉からの純受取	15	15	15	15	15	15	15
計	410	438	484	504	495	504	431
上記諸項目の収支黒字推定	86	54	9	114	137	138	39

* 対外収支超

(2) ロンドン市場での新規海外発行

(単位：100万ポンド)

英	帝	国	73	58	52	88	86	54	70
外		国	61	30	60	51	57	40	39
計			134	88	112	139	143	94	109

† ミッドランド銀行の数字

Committee on Finance & Industry, Report. p.305 (訳書 p.257).

行額が上回る。「新規の長期対外投資のために利用されうる年々の余剰 (surplus)」の相対的減少を危惧する叙述は随所で繰り返されるが、念頭にあるのは、少なくともこの——差額ではなく——対照であつたろう⁽²¹⁾。「所得勘定」は、その中の貿易入超の数字に地金輸出入を含むが、他の受取項目とあわせ大体において経常収支の動向を示すとみてよい。かりに「ロンドン市場での新規海外発行」を——種々の問題点があることを無視して——長期資本収支赤字の近似値と見做すのであれば、この事態は基礎収支の赤字を意味することになる。そこで再建金本位下のイギリスがそうであったように、ニューヨークなどの海外金融中心地に対する相対的高金利を——場合によっては国際協力を取り付けつつ——維持することが、金によっても対外短期債権によってもカバーされない長期資本輸出を可能にし、国際収支のたかだか不安定な均衡を維持するうえで不可欠の条件に

なっていたと考えるならば、『報告』が基軸通貨価値の健全性を確保するために後世に与えた教訓は、少なくとも「基礎収支を均衡に保て」ということになるであろう。滝沢説が立脚するのは、まさにこの地点であった⁽²²⁾。

だが、『マクミラン報告』がそうした観点で一貫していたとは言い難い。別の箇所には、大戦後について「わが国の余剰の減少にもかかわらず、わが国による外国証券のネットの購入のすべてが、所得勘定に経常的に生じつつある余剰で支払われたということもありそうなこと (probable) であろう」という叙述もある。既述のように、1927～31年のロンドンの債務超過状態の計数的確認にさいしては「(相当な金額に上るであろうところの) イギリスの海外残高、すなわち外国の金融諸中心地に対するイギリスの短期債権」等の数字は入手不可能だとされたのだが、それらを勘案することができた場合との関連において、これが提出されている点も見落とせない⁽²³⁾。『マクミラン報告』付録Ⅳの数字に関わる叙述についても、直接に第1表の(1)と(2)との差額を取るような手法は、一度も出てこなかったのである。そもそもロンドン市場における新規海外発行額の数字を、イギリスの長期資本収支赤字の代理変数と見做す場合には、かなりの危険を覚悟しなければならない。なぜなら、①海外の投資家がこれに応募したかもしれないし、②イギリスの投資家が外国市場での発行に応募することもあったろう。そのうえ③新規発行額から既発行償還額を差し引くのでなければ、イギリスの投資家についても対外長期与信差額は出ないという事情も絡む。『報告』自身、部分的に問題点への言及もあって、この種の——イギリス資本輸出研究史では古くて新しい——困難を、ある程度まで意識はしていた。そこで第1次大戦後について、短資収支が支払超過である事態も——計数的な確認をとるのが難しいとはいえ——完全には排除されえないとすれば、経常余剰の範囲内でネットの対外証券投資超過が賄われたプロバビリティもあろうというのが、『報告』に含まれるいま1つの観点だったと解してよいのである。

8. 長期資本輸出の直接推計

第1次大戦前における基礎収支の動向についても、滝沢説のいうようにある程度の、または少なくとも若干の黒字の存在が、常態の事実として確認されうるわけではなかった。国際連盟の統計を利用して同説が1907～1935年について断続的に示すイギリス国際収支表において、戦前期の数字が与えられているのは1907・10・13年の3年のみであり、しかも——同説が「基礎収支」と見做すところの——経常収支とロンドンでの新規外国起債との差額がプラスを示すのは1907年の1年にすぎず、他はマイナスを記録している（第2表参照）⁽²⁴⁾。大戦前の新規発行については、ホブソン・ホール・サイモンなどによる各種の推計があるが、ときに長期資本輸出の「直接推計」と呼ばれるそれらの1900年以後の各年の数字は、A. H. イムラーの作成した経常収支受取超過額統計を、概してむしろ上回っていると読まなければなるまい。もっとも新しいサイモン推計で比較した場合、その点がとくに明瞭になる。イムラーの経常収支黒字額を海外投資に関する「間接推計」としてしまえば、むしろ両者は一致するが、その場合には短期資本収支の動向が含まれる可能性が出てくるため、滝沢説を支持することにはならないのである（第3表参照）⁽²⁵⁾。

ただし、1907年という年については、多少の注意が必要になるかもしれない。3推計のいずれによっても、同年は前年とともに新規発行額がピークの1905年より減少した年であり、いわば例外的にイムラーの経常収支黒字額を下回った年だったからである。が、この頃のロンドン金融市場と国際景気循環との関係をめぐるわが国の先駆的な1研究に従えば、イギリスにおける1900年からの不況は1904年に好況に転じ、1907年まで世界的な好況局面が出現したが、すでにアメリカでは1905年の後期に、取引の拡大と準備の必要に伴う金の流出がニューヨークから地方にむけて発生したため、ロンドンあての金融手形の振出しが増大し、それがイギリスで

第2表 イギリスの国際収支と新規海外発行：1907～1935年

(単位：100万ポンド)

	1907	1910	1913	1920	1922	1923	1929	1930	1931	1932	1933	1934	1935
商品および貴金属の輸入超過	142	159	158	343	170	203	366	391	373	302	459	427	331
海外投資収益(純額)	160	187	210	200	175	150	250	220	170	150	160	175	185
海運収入(純額)	85	90	94	340	110	110	130	105	80	70	65	70	75
利息・手数料	25	25	25	40	30	30	65	55	30	25	30	30	30
その他サービス収入	10	10	10	15	10	10	15	15	10	15	10	10	10
政府の海外収入							24	19	14	-24	-2	7	-2
海外投資可能額	138	153	181	252	155	97	118	23	-69	-66	-196	-135	-33
ロンドン市場における新規外国起債	91	207	198	53	135	136	94	109	46	29	38	43	21
差額	+47	-54	-17	+199	+20	-30	+24	-86	-115	-95	-234	-178	-54

League of Nations: Memorandum of Balance of Payments and Foreign Trade Balances 1910～1923, Vol. I, p. 16.

League of Nations: Balance of Payments 1935, p. 149.

滝沢健三『新訂 国際金融機構』p. 16.

は金のアメリカへの流出とマーケット・レートの上昇とを不可避とすることになって、結局はバンク・レートがはやくも9月に4パーセントに引き上げられる、という経緯があった。そこで既述のブラウンのいわゆる「国際貸付けにおける長期金融から短期金融へのシフト」が始まることになって、これが1906～07年における新規発行の減少とイムラーによる「推計海外投資」(＝長短海外投資に等しいものとしての経常収支黒字額)の増大、ならびに——短資輸出との関連が強いと推定されるところの——両者のギャップを拡大させることになった、というのである⁽²⁶⁾。このような事情があったとすれば、1907年だけを根拠にして第1次大戦前における「基礎収支」の常態としての黒字または非赤字を主張することには、いっそうの無理があることになろう。

この問題をめぐっては、なお注意を要する点がある。新規発行額をネットの長期資本輸出額と見做すのが危険であることは、戦前でも戦後でも大きな差はないであろうし、「直接推計」自身——やむをえないことだが——その手続きが便宜的な仮定によるとか、推定の根拠が提示されないという問題も、払拭できないからである。「間接推計」のほうは、手続きの

第3表 イギリスの国際収支と新規海外発行：1900～1913年

(単位：100 万ポンド)

年	(1) 貿易収支	(2) 貿易・サー ヴィス収支	(3) 地金・ 正貨収支	(4) 利子・ 配当収支	(5) 経常収支	(6) ホブソンの 新発行	(7) ホールの新 発行	(8) サイモンの 新発行
1900	-167.0	-65.7	-7.5	+103.6	+37.9	26.1	30.9	50.3
01	-173.1	-72.6	-6.2	+106.5	+33.9	27.0	38.3	53.7
02	-178.4	-75.8	-5.3	+109.1	+33.3	62.2	60.3	88.3
03	-181.3	-67.4	+0.3	+112.2	+44.8	60.0	63.7	82.6
04	-179.1	-61.7	+0.7	+113.4	+51.7	64.6	66.1	87.9
05	-155.9	-42.0	+6.2	+123.5	+81.5	110.6	111.0	137.0
06	-146.0	-16.8	-1.8	+134.3	+117.5	78.0	74.8	87.3
07	-126.8	+10.3	-5.3	+143.8	+154.1	79.3	81.7	110.9
08	-135.6	+3.7	+6.8	+151.2	+154.7	117.9	118.7	154.7
09	-154.2	-22.4	-6.5	+158.0	+135.6	150.5	150.5	173.3
1910	-142.7	-2.7	-6.7	+170.0	+167.3	179.8	182.2	203.2
11	-121.2	+19.6	-6.0	+177.3	+196.9	142.7	142.9	177.8
12	-143.8	+10.2	-4.6	+186.0	+197.1	144.6	150.2	206.5
13	-131.6	+24.7	-11.9	+199.6	+224.3	149.7	153.8	206.6

(1)～(5)：A. H. Imlah, *Economic Elements in the Pax Britannica*. pp. 74-75.

プラスは受取り超過，マイナスは支払い超過を示す。

(1)は若干の船舶輸出を含む。

(2)=(1)+(3)+(本表には採録していない) 海運・保険その他のサービス収支。

(3)マイナスは金銀購入のための支払い超過，すなわち海外からの金銀流入があったことを示す。

(5)=(2)+(4)

(6)～(8) すべて払込み金額ではなく，新起債金額の推定値である。

(6)：C.K. Hobson; *The Export of Capital* p.219.(7)：A.R. Hall; *A Notes on the British Capital Market as a Source of Funds for Home Investments before 1914* (*Economica*, 1957) p. 62.(8)：M. Simon; *The Pattern of New British Portfolio Foreign Investment, 1865-1914* (J. H. Adler, P. W. Kuznets; *Capital Movements and Economic Development*) pp. 52-53.

説明は詳しいが、イムラー自身もいうように、その数字に基づいて年々の動向を分析可能にするほどの精度をもっていない。他方、長期・短期の資本輸出が景気局面や金利動向に応じて変動し、あるいは一方から他方へと転換するという事態は、各種資料からの部分的ではあるが量的な記述や、リテラルな描写を縫い重ねることによって、相当程度まで解明されうることとも事実である。この方向を追求する場合には、統計的な確認が厳密には

取れないという事情は、最優先の考慮事項ではなくなる。基礎収支や短資収支のバランスの有無あるいは正負については何もいえないとして、分析をすべて禁欲するという選択からは、一步踏み出すことにもならざるをえない。が、その際には、上記のような1905～07年についての「国際貸付けにおける長期金融から短期金融へのシフト」の分析は、間接推計と直接推計との差額の数字によって実証されるというよりも、その数字と排斥しあうことはないものとして位置づけられる関係になるわけであろう。

9. 組合せの可能性

それがいずれであるにせよ、要するに第1次大戦前の場合にも、基礎収支ならびに短期資本収支の実態については色々な可能性がある。基礎収支の黒字と短期資本収支の赤字という組合せもその1つであり、断片的な叙述を繋いでこれを『マクミラン報告』の把握とみる立場も、簡単には排除されえないであろう。もちろんそれは——滝沢説がそうであるように——基礎収支赤字と短期資本収支黒字を戦後の組合せと解して、これと対照的な関係にあるものとして第1次大戦前の状況を把握しようという立場である。だが、戦後についてさえ、『報告』が十分な実証的裏付けを備えた叙述でこの立場を一貫させていたのではないことも、すでに確認した通りであった。むしろ第1次大戦前の実態として上記とは逆に、基礎収支赤字と短期資本収支黒字という組合せでさえも、少なくとも同等の可能性を主張することができるように思われる。その理由は直接には3つある。第1に、すでに第3表で確認したように、長期資本輸出の「直接推計」が経常収支黒字額推計を下回るのはいわば例外であり、上回るのが大勢だと読めるという事情がある。統計の精度をめぐる問題があるため、これが基礎収支赤字のポジティブな証拠にならないことは上述の通りだが、両推計とも各年の比較の場合よりも、数年または趨勢の比較の場合のほうが信頼度は多少とも高まると考えてよい。

第2に、第1次大戦前のイギリスが常態としての対外純短期債権国であったという把握は、通常想定されているほど強固な実証的根拠をもつものではない。この把握を通説化するうえで影響力を発揮したのは、すでに引用した第295・第351パラグラフなどに示される『マクミラン報告』の叙述であり、簡潔だが参照されることの多いE.V. モーガンの著名な戦前金融史なども、19世紀第3四半期に対外短期債務国であったイギリスが、当然のようにその後は同債権国になったと述べている。が、この点に関する『貨幣論』でのケインズの叙述はかなり慎重だったといえようし、『報告』の上記パラグラフも、戦後のロンドンが陥ったネットの対外短期債務状態に注意を喚起し警鐘を鳴らしたいという意図との関連で、出てきたとみうる側面もあった⁽²⁷⁾。それらを検討したうえで、もっと蓋然性の高い事態としてA.I. ブルームフィールドは、次のようにいう——「イギリスの短期資産は、規模においてその債務と著しく異なっていたから、ロンドンと外国金融中心地間の金利格差における循環的変動の衝撃、イギリスの経常勘定および長期資本勘定における国際収支上の振動 (swing) の衝撃、そしてその他様々な要因の衝撃をうけて、同国はネットで短期債権国から短期債務国のポジションへ、そして逆のポジションへと交互に移動したであろう (may have alternately shifted)……」と⁽²⁸⁾。このほうが、短期勘定のバランスに着目した一般論としては穏当だともいえるのである。

第3に、基礎収支の黒字と短期資本収支の赤字という組合せを主張する議論は、長短金融を有機的に結節していた当時のマーチャント・バンカーの活動に対して、どのような注意を払っているのかが明確でない。いま第3国間のためのものを含む貿易手形や、国際的な短期資金の（さらに時には金自体の）融通手段たりうる金融手形が、海外からロンドンあてに振り出されたとしよう。マーチャント・バンカーがそれらを⁷引き受けた場合、かれらの勘定内ではほぼ等しい金額の債権と債務が発生することはいうまでもないが、イギリスの対外短期債権と対外短期債務が大きくは異ならないという表現をこの点だけで捉えたと、事態を見誤る。いうまでもなく、(1)

その手形が満期まで海外で、時に持手の転換を伴いながら保有されるとか、割引を求めて送付されたロンドン市場で外国人投資家の運用対象として購入されるというような場合には、そう見てよい状況が続くが、そして——計数的な確認は困難だが——それらも無視しうる額ではないが、(2)ロンドン市場でイギリス人によって購入された場合には、マーチャント・バンカーの対外的な引受債務が対内債務に転換されるため、かれらの勘定においては対外債権だけが残ることになるからであった。割引市場を通して海外に提供されるイギリスの短期資金が、マーチャント・バンカーの対外債権として表現されるこの後者(2)の場合だけに注目すれば、引受業務が短期資本収支の赤字を伴うという理解に繋がる。当時のイギリスが常態としての対外純短期債権国であったとする通説的な把握も、こういう理解と無関係ではなかったであろう。

だが、手形引受の応諾にさいしては、外国依頼人の側から預金が積まなければならない。受信側・与信側双方の多かれ少なかれ継続的で相対性の強い関係の、それらは証しとしての意味をも持つものであった。当時の典型的な巨大マーチャント・バンカーの場合、その無視しえざる部分を構成するのも稀ではなかったのが、証券発行の引受に伴う外国側の^{あいたい}手取り金であった。イギリス投資家からの分割払込み方式 (installment) にしたがって順次入金され維持される慣習のあったこの種の預金は、旧発行の利払いおよび元金返済用積立分やアンダーライティング自体の条件分と並んで、イギリスの対外長期信用供与に伴って生ずるところの対外短期債務にほかならない。それらは上記のような対外短期信用供与に伴って生ずる——引受債権の満期以前の実現分をも含む——ところの対外短期債務、ならびに為替の媒介・決済・準備などのために中心市場に積む必要のある諸残高と並んで、あるいは時に事実上それらと重なりながら、外国人による広義のボンド残高の基幹部分を構成していたのである。外国証券発行の引受とその手取り金に示されるような外国預金の滞留分というのは、経常収支動向・引受業務関連の短資変動・金の国際移動などに関連する他の事情に

変化のないかぎり、長期資本収支赤字と短期資本収支黒字とに寄与する要因の発生を意味する。そこで手形引受業務だけに限れば短期資本収支に赤字の伴う上記のような場合でも、発行引受業務との連繫を考慮すれば、その相殺が可能であること、一般にイギリスの対外短期債権と対外短期債務が大きくは異ならないという表現も、長短金融を結節するマーチャント・バンカーの機能にまで視野を広げて理解する必要があるということが分かる。かりに経常収支の黒字を超える長期資本収支の赤字があり、かつそれに伴って生じたもの以外の短期資本収支がバランスし、さらには赤字化する場合でさえ、全体としての短資収支そのものが黒字化することは——簡単化のために金移動を一定としておけば——十分にありうるわけであった。

10. 対外短期債務残高の安定性

古典的金本位制下のイギリスにおいては、国際収支の諸項目も金利格差自体も、景気の各局面で相互に関連しつつある程度規則的な、だがきわめて複雑な運動を示すのだが、それらをいわば均らした形で基礎収支ならびに短期資本収支の実態について、証拠に基づいた一般論を打ち出すことは、今のところ不可能に近い。基礎収支黒字と短期資本収支赤字という特定の組合せを第1次大戦前の実態と見ることによって、基軸通貨価値の健全性に関する教訓を『マクミラン報告』から引き出そうとする手法にも、十分な根拠はなかったということになる。国際収支の特定項目に関するバランスの有無や正負でもってのみ、『報告』が戦前・前後の対照を設定していたと解してしまえば、ロンドン残高と国際ネット・ポジションの制御との関連をめぐる戦前・戦後の状況変化という『報告』のもう一方の強調点は、事実上軽視されやすくなる。念のために（その第349～350パラグラフなどについて）先に確認した事情を敷衍しておけば、第1次大戦前の国際ポジションの制御が、おもに対外債権の供与と回収の機構を通ずるものとしてイギリス側の裁量に服したのに対して、対外債務の増減をも通さざ

るをえない戦後の制御は、外国側の反応に依存する度合いを格段に高めた、と整理されうるのであった。戦後のロンドン残高の相対的な不安定性が強調されたこととの関連の中でこれが提出されている点からしても、戦前のロンドン残高は高い安定性をもっていたというのが、『報告』の観点だったことに疑いの余地はない。要するに主たる強調は、ロンドンの負う対外短期債務の第1次世界大戦を挟む性格の変化、という側面に置かれていたと解されるのである。

基礎収支や短期資本収支の正負に関する対照を強調しすぎる場合には、この点が見落とされて第1次大戦前の対外短期債務、さらには対外短期債務一般をも、1920年代のポンド残高と同質の相対的に安定性の低いものとして理解する傾向に陥りやすい。すでに確認したように、滝沢説が「基軸通貨国に短期借り長期貸しを禁ずること」を要請していたのは、その適例である。第2次大戦後のドル残高について「世界のバンカーとしてのアメリカが努めるべきことは短期債務の増加の一部で長期資本取引のマイナスを賄うことではなく、短期では健全なポジションを維持してドル残高の自由な伸縮を許すことである」というのも、同じ考え方に由来する⁽²⁹⁾。だが、第1次大戦前のポンド残高の主要部分は、それでもって限度を超えた「長期借り」をファイナンスするために誘引 (attract) された不健全な「短期借り」などではなかった。短期借りがあるから長期貸しが可能となっていたのではなく、長期貸しがあってこそ短期借りの相当部分が発生していたのである。その種のポンド残高は、むしろ単なる運転残高にとどまるものでもなく、戦前のロンドンが発揮したブラウンのいわゆる「預金強制力 deposit compelling power」の内実をなすものであり、為替に対する国際金融中心市場の「牽引力 pull」に欠くべからざる基盤を与えるものにほかならなかった⁽³⁰⁾。

アメリカが国際的な金融仲介業務を行っているというるかぎり、ブレトンウッズ体制下のドル残高についてDKSが「差引勘定」と呼んで示唆しようとしていたものなどの中にも、第1次大戦前のポンド残高に似た性格

の、この種の対外短期債務が含まれていたと考えなければならない。だが勿論、それがすべてではない。第2次大戦直後のドル不足時代が終わり、アメリカの国際収支赤字が金準備の減少として現れ出した1958年以後、とりわけ1960年代に入って以後、同国と主要諸国ないし国際通貨基金との間で結ばれた様々な措置を回顧するだけで、この点はすぐに了解される。金プール制度・ローザボンド・スワップ協定網・IMFの一般借入れ取決め・バーゼル信用・金二重価格制度等々は、程度の差はあれ金のドル価格の安定とドルへの信託を維持し、あるいはその動揺に抵抗するための国際協力としての側面をもっていた。銀行業務の喩えていえば、預金保険機構のような事後的規制を欠く国際的金融仲介主体に対して、事前にそのリスク執りを制約するなんらかのバランスシート規制にあたるものがないならば、システム全体を被う不安定性は免れ難いということになる。しかもドルは、ニクソン・ショック以後も基軸通貨たり続けているのである。ドル残高の基本性格を需要側から捉えるDKSの構成に従う場合、供給側の要因からくる「過剰発行」の可能性は視野に入り難い。需要側の視点を一部共有しながらも、経常収支黒字の範囲内に長期資本収支赤字を保つべしとする——滝沢説が『マクミラン報告』から引き出した——教訓は、政策としての妥当性に関する評価を別にしていえば、ここから生ずる問題に対処しようとするものだったと見ることができる。が、このような推断に根拠を与えるためには、ブレトンウッズ体制下のドル残高の実態を、その防衛策の変遷とあわせてさらに具体的に検討しなければならない。本稿は、次のこの課題に接近するための準備篇であった。

《注》

- (1) 以下、金利の期間構造に関する期待仮説から特定期間選好仮説までの議論について、C. A. E. Goodhart; Money, Information and Uncertainty (3rd ed.) chap. 18 (pp. 238-262) を参照。

邦語文献として、黒田晁生『日本の金利構造』第2章第2～3節 (pp. 40-51)、さらに簡潔な解説の1例として、堀内昭義『金融論』pp. 261-265。

- (2) この点について簡単には、拙稿「金融市場の分類基準」(河村哲二編『制

度と組織の経済学』所収) pp. 253-254, pp. 259-260 参照。

- (3) Emile Despres, Charles P. Kindleberger and Walter S. Salant: The Dollar and World Liquidity — A Minority view. The Economist, Feb. 5, 1966.

なお、この論説は Charles P. Kindleberger; International Money に再録されているものとは若干の異同があるが、原則として Economist 誌掲載のものにより、語句など単純なケースについては煩を避けて引用箇所を指示しない。

- (4) 本文で「流動性選好をめぐる両地域のこの相違は、長短金利格差の相違を生む」と述べた部分について、関連する英文をあげれば、Differences in their liquidity preferences create differing margins between short-term and long-term interest rates である (p. 526R)。DKS は長短金利格差の存在そのものは当然のことと見たうえで、アメリカでは長期金利がより低く短期金利がより高い（外国では長期金利がより高く短期金利がより低い）というような、長短格差自体の両地での相違を問題にしていたわけである。ところが、この英文を「流動性選好に差のある…ことから、短期利子率と長期利子率との間に利鞘の乖離が作り出される」と読む向きがある。これでは、かれらの国際的金融仲介説の意味は不明確にならざるをえない。近年の有益な研究である山本栄治『国際通貨システム』が、このような弊を免れていることはいうまでもない（同書 p. 125 参照）。

- (5) 以上はほぼ内容順に、DKS, p. 527L・p. 528R・p. 526R.

最後の引用の原文は次の通りである。……to the extent that its loans to foreigners are offset by foreigners putting their own money into liquid dollar assets, the US has not over-invested but has supplied financial intermediary services (p. 526L). 文中の their own money が「自国通貨」と読まれることがあるが、その場合には、外国人がアメリカで長期証券発行をして獲得したドルでの手取り金 (proceeds) が含まれ難くならう。それらはひとまず直接に民間主体の、または買い上げられて外国当局の「流動的ドル資産」となるのであって、DKS が「自国通貨」のドル転換のケースだけを指していたかのような読み方は避けなければならぬ。

- (6) 2つの引用は順に、DKS, p. 526L・p. 528R.

- (7) 前掲拙稿「金融市場の分類基準」pp. 255-256 参照。

なお、本文で「DKS 型の喩え」として述べた企業などへの貸付けと預金の関係を形式的に言えば、銀行は「貨幣」としての機能を十全に果たしえない借手の債務を、額面以下の価格で購入することによって「貨幣」化し、それ

を再度借手から購入すると同時に、等額の「貨幣」を引き出す権利を提供した、ということになろう（「貨幣」その他の用語法についての差異を別にすれば、これは日高普『経済原論』有斐閣版 pp. 223-227 の考え方と違わない）。関連する原文は次の通りである。—— The United States is no more in deficit when it lends long and borrows short than is a bank when it makes a loan and enters a deposit on its books. ところが、「銀行が帳簿のうで貸し付けたり預金を繰り入れたからとて、赤字にならないと同様、米国が短期借りの長期貸しをしたからとて赤字とはならない」というように、この文章を読む向きがある。その場合には、貸付けと預金の密接な関連が不明確になって、“双方とも帳簿上のことだから赤字が記録されるだけで、実際にはそうではない”というように取られかねない。on its books が a loan と a deposit の双方にかかるのは当然だが、銀行が貸付けを行えばバランス・シートの資産項目に記帳されるのは自明のこととすれば、思いきって「銀行が貸付けを行い預金記帳をしたからとて、赤字にはならない……」というように読み下すほうが、適切だったのではあるまいか。蛇足だが、前半部分も、順序通り「長期で貸し短期で借りる」と読むほうがよい。アメリカが（不安定な）短期借りでもって、（不健全な）長期貸しまたは基礎収支赤字をファイナンスするというような考え方は、DKS の採るところではなかったからである。

- (8) 3つの引用は順に、DKS, p. 527L・p. 528R・p. 527L.
- (9) とりあえず邦語文献に限ることにして、引受け信用については、東京銀行調査資料第26号『ニューヨーク・アクセプタンス・マーケット』が、オープン勘定への若干の言及をも含めて、便利な概説である。ごく簡潔には、アクセプタンスの諸形態と金融的特徴をまとめた第2章、とくにその pp. 12-24 参照。オープン勘定については、西倉高明『基軸通貨ドルの形成』第9章、とくに pp. 199-201, pp. 212-213。関連して、佐々木隆雄「貿易取引におけるドルの役割」（『経済志林』48巻4号）は、民間短資を直接に扱ったものではないが、貿易決済通貨としてのドルの機能を詳しく調べたうえで（pp. 510-539）、検討をその国際通貨としての他の諸機能にも及ぼしている（pp. 539-551）。
- (10) 滝沢健三『国際通貨——変動相場制下の新展開』pp. 174-175。
- (11) 3つの引用は順に、前掲滝沢健三『国際通貨』p. 170, p. 171, p. 175。
- (12) DKS, p. 526L.
- (13) DKS, p. 528L.
- (14) 3つの引用は順に、滝沢健三『新訂 国際金融機構』p. 67, 前掲滝沢健三『国際通貨』p. 186, 前掲滝沢健三『国際金融機構』p. 68。

- (15) 2つの引用はともに、前掲滝沢健三『国際通貨』p.182。
- (16) この問題については、拙稿「1847年恐慌」（鈴木鴻一郎編『恐慌史研究』所収）第2章 pp.223-224, pp.249-250 参照。
- (17) 前掲滝沢健三『国際金融機構』p.18。
『報告』からの3つの引用は順に、Committee on Finance & Industry, Report: HMSO, 1931.（加藤三郎・西村閑也訳『マクミラン委員会報告書』）；p.149（p.119）・para.349, p.150（p.120）・para.351, p.125（p.100）・para.295。下線は引用者のもの。
- (18) 計数については、CFIR; p.112（p.90）・para.260。
除外項目についての2つの引用は順に、CFIR; p.112（p.90）・para.259, CFIR; p.113（p.91）・para.262。
- (19) William Adams Brown, Jr.; The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934. pp.660-667.
- (20) CFIR; pp.149-150（pp.119-120）・para.349-350。
関連して、少なくとも次の箇所は参照されてよい。——CFIR; pp.68-69（pp.54-55）・para.153。
- (21) CFIR; p.112（p.90）・para.259。
- (22) 前掲滝沢健三『国際通貨』p.170。なお、前掲『国際金融機構』（pp.18-19）は、前注『報告』第259パラグラフ中の次の一文を引用し、自説を根拠づけている（訳文は多少異なる）——「イギリスは新規の長期対外投資のある部分を、外国諸センターに対する短期債務の増加、おそらくは危険なまでの増加によって金融してきた（financed）に違いないと推測されている」。だが、それは「推測」にすぎず、調査しえた限りでのロンドンの短期ポジション純債務の数字は、それほど危険ではなく「実際にはひとを安心させるものであった」というのが、少なくともこのパラグラフでの『報告』自身の認識であった。滝沢説が再録する第260パラグラフの統計表は、その証拠として提出されたものだったのである。
- (23) CFIR; p.113（p.91）・para.262-263。
『報告』付録Ⅳの2つの表を対照させれば一見（前注第259パラグラフでの推測の向きのように）危険そうに見えるかもしれないが、（直前の第252パラグラフで指摘した）計測不能だが相当な対外短期債権を考慮すれば、外国証券の純購入が所得勘定の経常的余剰で支払われた蓋然性もあろうというのが、第263パラグラフの趣旨である。書き出しは、It seems probable, therefore, that……であった（下線は引用者のもの）。この部分は『マクミラン報告』がもつ二面的な現実認識の1例としても解釈されうる。いわゆる

「管理通貨」思想の誕生をふくめて、同書は古典と呼ばれるに相応しい複雑な構造を備えていた——拙稿「加藤三郎・西村閑也訳『マクミラン委員会報告書』・西村閑也訳『マクミラン委員会証言録 抜粋』（書評）」（『経済学論集』52巻3号所収）参照。

- (24) 前掲滝沢健三『国際金融機構』pp.16-17。同書 p.16 の表については第2表を参照。
- (25) A. H. Imlah; *Economic Elements in the Pax Britanica*, p. 64.
- (26) 佐光彦『国際通貨体制』第2章・第1節・2, とくにその「b」pp.160-172, ならびに第2節・1, とくにその pp.215-217 を参照。
- (27) E. Victor Morgan; *The Theory and Practice of Central Banking*. p. 217, p. 225.

The Collected Writings of John Maynard Keynes. vol. 6. *A Treatise on Money 2, The Applied Theory of Money*; p. 282（長沢惟恭訳『貨幣論Ⅱ 貨幣の応用理論』pp. 330-331）。

- (28) Arthur I. Bloomfield; *Short-Term Capital Movements Under the Pre-1914 Gold Standard*, pp. 73-74.（小野一郎・小林龍馬共訳『金本位制と国際金融——1880-1914年』p.162.）
- (29) 前掲滝沢健三『国際通貨』p. 182。

「長期資本取引のマイナス」という滝沢説の表現の中には、曖昧な点が残るように思う。一般に〈国際収支の均衡〉という言葉は、①会計的ないし事後的な意味で国際収支表の特定項目の貸方（資産減少・負債増加）と借方（資産増加・負債減少）とが等しい状態、②分析的ないし事前的な意味での外国為替の供給と需要のバランス、③国際的な決済のゆえに他の政策諸目標の達成を制約するような政策手段を採用する必要のない状態、などの意味で使われると分類されてよい。滝沢説の場合、どれを指すのかが明確でないため、①の長期資本項目の貸方が借方を下回るという意味での不均衡＝「マイナス」が、いつの間にか③の政策的な観点から望ましくないという意味での価値判断上の「マイナス」と、重複させられてしまうのである。短期資本収支についても、そのバランスの正負と政策的見地からの価値判断とが別問題であることはいうまでもない。

- (30) William Adams Brown, Jr.; *The International Gold Standard Reinterpreted 1914-1934*. pp. 554-555, pp. 537-538.

先に本文で簡単に触れた古典的金本位制下のポンド残高の詳細も含めて、この点をめぐる検討として、拙稿「為替に対する二つの牽引」（『経済志林』66巻3・4号）参照。